



买入

60% ↑
目标价格:人民币 27.90

宁波华翔

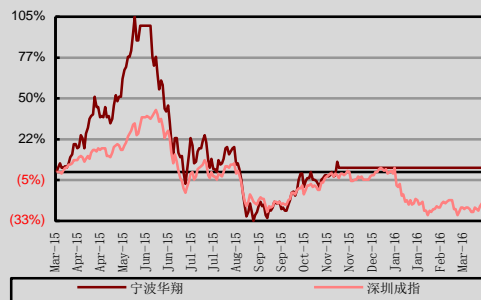
002048.CH

价格:人民币 17.40

目标价格基础:16倍17年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	0.0	0.0	5.9
相对深证成指	21.0	(2.3)	20.2	23.1

发行股数(百万)	530
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	8,011
3个月日均交易额(人民币 百万)	0
净负债比率(%) (2016E)	23
主要股东(%)	
周晓峰	17

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年3月22日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*朱朋、魏敏为本报告重要贡献者

收购增强业务能力, 汽车轻量化第一标的

公司日前公布资产重组方案, 拟发行股份购买宁波劳伦斯100%股权及戈冉泊93.63%股权, 以资产交易价格198,118.0万元和发行价格13.51元/股计算, 本次公司向交易对方非公开发行股票总量为146,645,447股。同时公司拟以不低于发行价格14.91元/股向其他不超过10名特定投资者非公开发行股票配套融资, 融资额不超过190,000.0万元, 发行股份数量预计不超过127,431,254股, 配套融资拟用于轿车用碳纤维等高性能复合材料生产线技改项目、轿车用自然纤维复合材料生产线技改等项目。本次交易完成后, 公司真木业务产品线及客户资源形成了完善的全球布局, 收购公司业务并将提升公司盈利能力。募集资金项目完成后, 公司将在碳纤维、自然纤维和铝材等汽车轻量化领域完善布局, 跃居汽车轻量化第一标的。公司实际控制人直接和通过宁波峰梅间接合计持股比例将上升至28.92%, 为后续外延扩张等资本运作创造了良好条件。我们预计公司2015-2017年每股收益分别为0.41元、1.25元和1.72元, 给予2017年16倍市盈率, 合理目标价27.90元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **收购增强业务能力, 整合提升竞争力。**本次交易完成后, 宁波劳伦斯和戈冉泊将纳入合并报表范围, 提升公司盈利能力。公司真木业务产品线及客户资源形成了完善的全球布局, 业务整合将有利于降低成本和提高竞争力。公司模具业务能力将大幅提升, 为后续发展创造了良好条件。
- **碳纤维、自然纤维、铝制品全面布局, 汽车轻量化第一标的。**油耗、排放和电动车续航是当今汽车工业面临的主要问题, 轻量化是必然发展方向。本次资产重组项目完成后, 公司有望凭借在碳纤维、自然纤维和铝材等汽车轻量化领域的全面布局, 跃居汽车轻量化第一标的。
- **资产重组提升控制人股比, 为后续运作创造良好条件。**本次交易完成后, 公司实际控制人直接和通过宁波峰梅间接合计持股比例提升至28.92%, 为后续外延扩张等资本运作创造了良好条件。

评级面临的主要风险

- 1) 资产重组未能如期推进; 2) 新业务如碳纤维等发展低于预期。

估值

- 我们预计公司2015-2017年每股收益分别为0.41元、1.25元和1.72元, 给予公司2017年16倍市盈率, 合理目标价27.90元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	7,292	8,713	9,920	11,368	12,982
变动(%)	30	19	14	15	14
净利润(人民币 百万)	343	524	219	661	911
全面摊薄每股收益(人民币)	0.647	0.989	0.414	1.247	1.718
变动(%)	36.9	52.7	(58.2)	201.5	37.8
全面摊薄市盈率(倍)	26.9	17.6	42.1	14.0	10.1
价格/每股现金流量(倍)	12.3	19.8	(19.0)	19.5	5.7
每股现金流量(人民币)	1.41	0.88	(0.91)	0.89	3.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	9.4	12.2	7.9	5.4
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.041	0.125	0.172
股息率(%)	0.5	0.6	0.2	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

收购增强业务能力，整合提升竞争力

公司拟以发行股份的方式，购买宁波峰梅持有的宁波劳伦斯 100%的股权，及宁波峰梅、申重行、Low Tai Huat (罗大发) 和泛石投资合计持有的戈冉泊 93.63% 股权。根据标的资产交易价格 198,118.00 万元和确定的发行价格 13.51 元/股计算，本次宁波华翔向交易对方非公开发行 A 股股票总量为 146,645,447 股。

图表 1. 发行股份购买资产方案

标的公司	交易对方	出售比例(%)	出售价值(元)	对应股份数(股)
宁波劳伦斯	宁波峰梅	100.00	1,372,230,000.00	101,571,428
	宁波峰梅	85.18	553,972,851.89	41,004,652
	申重行	3.34	21,710,876.25	1,607,023
戈冉泊	Low Tai Huat (罗大发)	3.03	19,706,119.99	1,458,632
	泛石投资	2.09	13,560,151.87	1,003,712
	合计	93.63	608,950,000.00	45,074,019

资料来源：公司公告、中银证券

收购增强盈利能力。本次交易完成后，宁波劳伦斯和戈冉泊将成为宁波华翔的全资子公司和控股子公司，并纳入合并报表范围。本次交易将为上市公司提供新的业绩增长点，增强公司未来盈利能力。此外上市公司与交易对方签署了《盈利预测补偿协议》，为后续业绩增长提供了良好保障。

图表 2. 业绩承诺 (单位：万元)

年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
宁波劳伦斯 净利润预测数	15,095.62	12,430.89	16,910.13	19,739.70
戈冉泊 净利润预测数	4,834.88	7,175.95	9,289.99	11,030.55

资料来源：公司公告、中银证券

完善真木业务全球布局。宁波劳伦斯主营业务为汽车真木内饰件、铝制内饰件的研发、生产与销售，主要客户包括捷豹、路虎、特斯拉、福特、通用等英美系整车厂。本次收购前，宁波华翔同样供应真木饰条产品，主要配套宝马、奔驰、奥迪、大众等德系整车厂。本次交易完成后，公司真木业务产品线及客户资源形成了完善的全球布局，业务整合将有利于公司降低成本和提高竞争力。

提升模具设计制造水平。戈冉泊主要产品为精密模具和精密注塑产品，客户包括泰科电子、雨鸟、马夸特、施耐德电气、科世达、史威福等国际知名企业。戈冉泊自 2009 年 12 月起被评为上海市高新技术企业，是中国模具工业协会的会员单位和上海市模具行业协会的重点骨干企业，具有强大的研发能力和生产技术实力。通过本次交易，公司模具设计与制造能力将大幅提升，从而提升公司产品合格率，同时精密注塑技术将使公司有能力开拓新的汽车零部件产品领域，为后续发展打下良好基础。

碳纤维、自然纤维和铝制品全面布局，汽车轻量化第一标的

公司拟以不低于发行价格 14.91 元/股向其他不超过 10 名特定投资者非公开发行股份进行配套融资，融资额拟不超过 190,000.0 万元，发行股份数量预计不超过 127,431,254 股。配套融资拟用于轿车用碳纤维等高性能复合材料生产线技改项目和轿车用自然纤维复合材料生产线技改等项目。

图表 3. 配套募集资金用途

序号	项目名称	实施主体	拟使用募集资金(亿元)
1	轿车用碳纤维等高性能复合材料生产线技改项目	宁波华翔	7
2	轿车用自然纤维复合材料生产线技改项目	宁波华翔	2.5
3	偿还银行借款	宁波劳伦斯	5
4	补充流动资金	宁波华翔	4.5

资料来源：公司公告、中银证券

油耗、排放和电动车续航是当今汽车工业面临的主要问题，轻量化是汽车必然发展方向。本次发行股份购买资产和募集资金项目完成后，公司将在碳纤维、自然纤维和铝制品等轻量化领域完善布局，跃居汽车轻量化第一标的。

1) 汽车轻量化有望推动碳纤维市场爆发

内燃机汽车的燃油经济性和排放控制、电动车的续航里程是当今汽车工业面临的三大问题，而轻量化是解决问题的关键之一，也是未来汽车技术发展的必然方向。

轻量化降低内燃机汽车油耗。2014 年国内乘用车企业平均百公里油耗为 7.22 升，传统内燃机车要满足 2020 年目标值 5 升/百公里，必须采取轻量化等措施。一般车重每减 10%，可以降低 6%~8% 的油耗。对于电动车，减重则可以降低行驶时能量消耗，增加续航里程，从而减少电池的数量，降低整车成本。

汽车厂商很早就开始研究碳纤维在汽车上的应用，但直到宝马 i3 的出现，碳纤维在汽车上的大量应用才真正走进现实。宁波华翔于 2013 年从德国引进的 HP-RTM 等工艺将碳纤维复合材料的成型周期缩短至 5-10 分钟，解决了高性能复合材料难以满足汽车行业大批量生产的难题，为后续量产打下了坚实基础。

在国内，一汽、上汽、比亚迪、长安汽车等知名厂商以及长城华冠、江苏奥新等新能源汽车制造商都在积极寻求碳纤维复合材料在汽车领域的应用。随着国内第四阶段油耗法规的实施，以及新能源汽车市场的爆发，国内车企对碳纤维复合材料的需求将会急剧增长，汽车碳纤维应用即将迎来爆发。

根据公司预测，轿车用碳纤维等高性能复合材料生产线技改项目建成全部达产后，预计可实现年收入约 15.6 亿元，年利润约 3.3 亿元。

2) 轻量化和环保要求将推动自然纤维业务高速发展

随着汽车用户日益增多，以及健康意识的逐步提升，人们对车内空气质量的要求也不断提高。环保部最新消息透露，有关强制标准即《乘用车内空气质量评价指南》（征求意见稿）已经完成起草并开始征求意见。仪表盘、车门内衬板等塑料材质配件，以及生产过程中大量使用的各种黏结剂，都会携带危害身体健康的物质和气体。车内空气质量要求的提高，迫使汽车厂商和零部件厂商都努力寻找环保的替代材料。

自然纤维主要是木纤维、麻纤维、竹纤维等自然可再生的生物质材料，其特点是强度较高，重量轻，自然环保。对于车门内衬板等汽车内饰零部件，自然纤维是理想的替代材料，未来有望得到大范围应用。

宁波华翔在 2014 年收购了 Alterprodia 公司 75% 股份，该公司主营汽车专用天然纤维材料和天然纤维模塑件，是木质短纤维垫的开创者，在木质纤维等轻量化汽车零部件的研发、生产上拥有领先的技术和工艺，主要客户包括奔驰、宝马和奥迪等知名豪华车厂商。先进的技术和工艺，加上国内的人力成本低等优势，随着自然纤维在汽车领域的推广应用，公司相关业务收入和利润也将得到快速提升。

根据公司预测，轿车用自然纤维复合材料生产线技改项目建成全部达产后，预计可实现年收入约 5.6 亿元，年利润约 1.1 亿元。

3) 铝制品汽车轻量化前景广阔

本次交易收购的宁波劳伦斯下属的美国 NEC 公司，主要产品为中高档车用铝饰条，并在铝制汽车零部件的加工、应用方面积累了丰富的经验，客户包括通用、福特、克莱斯勒、特斯拉等国际知名汽车厂商。

铝材具有密度轻、比强度和比刚度高等优点，车用减重效果可达 40%，汽车轻量化应用前景广阔。通过本次交易，宁波华翔将进入铝饰件领域，同时宁波劳伦斯丰富的车用铝材加工经验，将为公司发展其它铝材汽车轻量化业务打下良好基础。

控制人股比大幅提升，为后续资本运作提供良好条件

本次交易前，周晓峰持有 8,993.68 万股上市公司股份，持股占比 16.97%，为公司控股股东及实际控制人。本次交易完成后宁波峰梅持股比例为 17.73%，为公司控股股东，周晓峰直接和通过宁波峰梅间接合计持有上市公司股权比例为 28.92%，周晓峰仍为公司的实际控制人。

图表 4. 交易前后持股情况

股东名称	本次交易前		本次交易后（考虑配套融资）	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
周晓峰	8,993.68	16.97	8,993.68	11.18
华翔集团	3,578.49	6.75	3,578.49	4.45
象山联众投资有限公司	2,920.27	5.51	2,920.27	3.63
宁波峰梅	-	-	14,257.61	17.73
申重行	-	-	160.70	0.20
Low Tai Huat (罗大发)	-	-	145.86	0.18
泛石投资	-	-	100.37	0.12
其他股东	37,512.28	70.77	50,255.40	62.50
合计	53,004.72	100.00	80,412.39	100.00

资料来源：公司公告、中银证券

本次交易前，公司实际控制人持股比例仅为 16.97%，较低的持股比例对资本市场的运作形成了较大的限制。本次交易完成后，公司实际控制人对公司的直接和通过宁波峰梅间接合计持股比例提升至 28.92%，实际控制人地位得以巩固，为后续的外延扩张等资本运作创造了良好条件，公司也将迎来全新发展阶段。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	7,292	8,713	9,920	11,368	12,982
销售成本	(5,825)	(6,963)	(8,139)	(9,120)	(10,360)
经营费用	(780)	(802)	(919)	(928)	(915)
息税折旧前利润	687	948	862	1,319	1,707
折旧及摊销	(239)	(258)	(275)	(307)	(340)
经营利润(息税前利润)	449	690	587	1,012	1,367
净利息收入/(费用)	(21)	(31)	(86)	(135)	(101)
其他收益/(损失)	148	201	167	172	180
税前利润	576	860	668	1,049	1,445
所得税	(99)	(138)	(114)	(168)	(231)
少数股东权益	(134)	(198)	(335)	(220)	(304)
净利润	343	524	219	661	911
核心净利润	348	528	225	666	915
每股收益(人民币)	0.647	0.989	0.414	1.247	1.718
核心每股收益(人民币)	0.657	0.996	0.424	1.256	1.726
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.041	0.125	0.172
收入增长(%)	30	19	14	15	14
息税前利润增长(%)	101	54	(15)	72	35
息税折旧前利润增长(%)	62	38	(9)	53	29
每股收益增长(%)	37	53	(58)	201	38
核心每股收益增长(%)	36	52	(57)	196	38

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	576	860	668	1,049	1,445
折旧与摊销	239	258	275	307	340
净利息费用	21	31	86	135	101
运营资本变动	169	(280)	479	(555)	552
税金	35	60	(114)	(168)	(231)
其他经营现金流	(291)	(463)	(1,878)	(294)	(598)
经营活动产生的现金流	749	465	(485)	474	1,610
购买固定资产净值	5	5	307	322	339
投资减少/增加	472	112	136	143	152
其他投资现金流	(958)	(687)	(615)	(644)	(678)
投资活动产生的现金流	(481)	(570)	(172)	(179)	(187)
净增权益	(42)	(53)	(22)	(66)	(91)
净增债务	(65)	149	1,615	40	(1,084)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(72)	(117)	(1,031)	(227)	(308)
融资活动产生的现金流	(179)	6	615	(150)	(1,262)
现金变动	89	(99)	(42)	145	161
期初现金	1,034	1,184	1,034	992	1,137
公司自由现金流	268	(104)	(656)	295	1,423
权益自由现金流	224	75	1,044	470	441

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,209	1,081	1,046	1,199	1,369
应收帐款	1,372	1,702	1,770	2,209	2,335
库存	1,051	1,227	1,469	1,552	1,879
其他流动资产	122	296	199	355	274
流动资产总计	3,753	4,307	4,484	5,315	5,858
固定资产	1,576	1,866	1,909	1,935	1,946
无形资产	195	200	189	178	166
其他长期资产	485	547	2,287	2,558	2,862
长期资产总计	2,257	2,613	4,385	4,672	4,974
总资产	7,071	8,594	10,443	11,522	12,366
应付帐款	1,598	1,791	2,074	2,256	2,662
短期债务	524	640	1,949	2,139	1,263
其他流动负债	545	557	705	631	900
流动负债总计	2,668	2,988	4,728	5,027	4,825
长期借款	20	51	358	208	0
其他长期负债	490	701	798	915	1,045
股本	530	530	530	530	530
储备	2,880	2,937	3,134	3,729	4,548
股东权益	3,410	3,467	3,664	4,259	5,078
少数股东权益	493	559	894	1,114	1,418
总负债及权益	7,071	8,594	10,443	11,522	12,366
每股帐面价值(人民币)	6.43	6.54	6.91	8.03	9.58
每股有形资产(人民币)	6.06	6.16	6.56	7.70	9.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.21)	(0.65)	2.48	2.28	(0.07)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.4	10.9	8.7	11.6	13.2
息税前利润率(%)	6.2	7.9	5.9	8.9	10.5
税前利润率(%)	7.9	9.9	6.7	9.2	11.1
净利率(%)	4.7	6.0	2.2	5.8	7.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	0.9	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	21.5	22.3	6.8	7.5	13.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	28.9	22.5	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	26.9	17.6	42.1	14.0	10.1
核心业务市盈率(倍)	26.5	17.5	41.1	13.9	10.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42.5	28.0	65.9	22.2	16.2
市净率(倍)	2.7	2.7	2.5	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	12.3	19.8	(19.0)	19.5	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	9.4	12.2	7.9	5.4
周转率					
存货周转天数	59.0	59.7	60.5	60.5	60.5
应收帐款周转天数	58.9	64.4	63.9	63.9	63.9
应付帐款周转天数	67.7	71.0	71.1	69.5	69.1
回报率					
股息支付率(%)	12.4	10.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	11.3	15.2	6.1	16.7	19.5
资产收益率(%)	6.0	7.4	5.1	7.7	9.6
已运用资本收益率(%)	2.1	2.9	0.9	2.3	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371